

ガバナンス・コードにおける長期投資

金融調査部 主任研究員
鈴木 裕

ガバナンス・コードにみる長期投資

このシリーズの第3回では、『長期投資』とは保有期間を長くする投資ではない」との説明を行いました。第1回では、証券業界においては保有期間が長期におよぶ投資を長期投資と呼ぶことが多いことにも言及しています。保有期間の長短と長期投資のあり方の間にどのような関係があるかは、なかなか分かりづらいところです。

現在検討中のコーポレートガバナンス・コード¹においても、保有期間と投資家の行動について、少なからず記述されているので、今回はこれを簡単に紹介したいと思います。

中長期保有の投資家の行動にける期待

コーポレートガバナンス・コードは、東京証券取引所と金融庁が共同事務局となって運営される有識者会議で検討が進められています。有識者会議では、2014年12月の会合で「コーポレートガバナンス・コードの基本的な考え方（案）」（以下、CGコード原案）をまとめ、現在パブリック・コメントを募集中ということです。CGコード原案の序文部分には、保有期間と投資家行動について次のような記述があります。

本コード（原案）は、市場における短期主義的な投資行動の強まりを懸念する声が聞かれる中、中長期の投資を促す効果をもたらすことをも期待している。市場においてコーポレートガバナンスの改善を最も強く期待しているのは、通常、ガバナンスの改善が実を結ぶまで待つことができる中長期保有の株主であり、こうした株主は、市場の短期主義化が懸念される昨今においても、会社にとって重要なパートナーとなり得る存在である。

1) コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議「コーポレートガバナンス・コードの基本的な考え方（案）」（平成26年12月17日）
<http://www.fsa.go.jp/news/26/sonota/20141217-4.html>

持ち合いや政策保有には否定的評価

株式を中長期保有する投資家は、投資先企業にとって重要なビジネスパートナーになり得るということですから、企業はそのような投資家と対話やエンゲージメントを行うべきであるということであろうと思われます。しかし中長期保有を行っている投資家であっても、株式持ち合いや政策保有の場合は別であるとの考え方がCGコード原案からは漂ってきます。これらの投資家は、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の創出にかえって悪影響を与える恐れがあるので、保有株式を売却して、投資先企業との関係を断ち切るべきと見ているようです。

CGコード原案では、いわゆる政策保有を行っている投資家（保険会社や銀行、企業グループの中核企業などが考えられる）に対して、政策保有に関する様々な情報開示を求めています。

【原則 1-4. いわゆる政策保有株式】

上場会社がいわゆる政策保有株式として上場株式を保有する場合には、政策保有に関する方針を開示すべきである。また、毎年、取締役会で主要な政策保有についてそのリターンとリスクなどを踏まえた中長期的な経済合理性や将来の見通しを検証し、これを反映した保有のねらい・合理性について具体的な説明を行うべきである。

上場会社は、政策保有株式に係る議決権の行使について、適切な対応を確保するための基準を策定・開示すべきである。

上場している他社の株式を政策保有している場合には、政策保有の方針を開示するとともに、その保有のねらいや合理性を毎年検証し、説明することが期待されています。また、政策保有株式についての議決権行使方針を策定・開示すべきともされています。CGコード原案が、政策保有についての情報開示を求めているのは、こうした情報を開示することによって、政策保有への批判を喚起し、政策保有の解消に役立てようとしているからのようです。

CGコード原案の内容について多くの政策提言を行った自由民主党の「日本再生ビジョン」²では、株式持ち合いや政策保有の解消を明確に主張しています。「株式持ち合いや銀行等金融機関などによる株式保有は、長らく我が国における企業経営から緊張感を奪い、産業の新陳代謝が停滞する一因となってきた。」「コーポレートガバナンス（企業統治）改革の一環として、『株式持ち合い』や『物言わぬ株主による株式保有』を解消する必要がある。」「持ち合い株式の議決権行使の在り方についての検討、また銀行における政策保有株保有についての有価証券報告書の開示における、単に融資先である以上の理由を求めるなどでスチュワードシップ（受託者責任）を高め、また、債権者あるいは取引先としての立場と一般株主としての立場の『利益相反』を避けるためにも、上場企業またはそのグループ企業である融資先の株式保有の在り方について検討すべきである。」といった指摘がある通りです。

2) 自由民主党日本経済再生本部「日本再生ビジョン」（平成26年5月23日）
<https://www.jimin.jp/news/policy/125096.html>

投資家の意図・目的が鍵となる

CGコード原案では、中長期保有の株主が、企業のガバナンス改革に貢献しようと考えているようですが、いかに長期に保有するといっても、持ち合いや政策保有の株主が企業と関わる場合には、企業を弱体化させるということのようです。つまり、株式を長期に保有する投資家のすべてが企業との対話やエンゲージメントの主役になるというのではなく、持ち合いや政策保有の株主は、悪影響を及ぼすおそれがあるから、株式保有自体を解消するべきとのことなのでしょう。

日本版スチュワードシップ・コード³が記すように、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な目的を持った対話・エンゲージメントを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことを意図した投資家の行動が期待されているわけです。他の目的、例えば投資先企業との長期的取引関係を維持強化するなどの目的を持つ投資家が対話やエンゲージメントへ取り組むことは不適切であるということでしょう。

長期投資とは何かを考える場合には、保有期間だけでなく、投資家の主観的な意思をも考慮に入れるべきとの考え方はCGコード原案にも表れているということです。

以上

3) 日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会「『責任ある機関投資家』の諸原則<日本版スチュワードシップ・コード>」(平成26年2月27日)
<http://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2.html#02>